

花村 信也 提出

博士学位申請論文審査要旨

論文題目

M & A と会計情報に関する理論的、実証的研究

本論文の主旨と構成

1. 本論文による問題提起

本論文は M&A に関する経営者行動と企業評価について会計情報の観点から分析を行ったものである。M&A の過程でインセンティブを考慮した場合、「経営者はどのように行動すると考えられるのか」、そして「M&A での企業価値評価は M&A のプロセスでどれほど影響があるのか」を会計情報の観点から分析することが本論文のテーマである。

2000 年以降、組織再編の法的枠組みが整理されたことで、単純な現金による資産、株式の買収、合併のほかに、TOB、株式交換、会社分割、共同移転などの手法が利用可能となり、M&A がより頻繁に行われるようになった。M&A は企業の設備投資と同等の経営者行動であり、ときには自らの会社組織を変えてしまうという意味で設備投資を上回る影響をもたらす。また、M&A の増加とともに、敵対的 TOB や買収防衛策の導入など会社と株主との関係がさらに明確化されるようになった。

わが国における M&A に関する研究は、これらの流れとともに近年蓄積されてきた。本論文が対象とする M&A は、上場会社同士の TOB、(株式移転を含む)株式交換、合併と定義され、本論文では、従来の先行研究を踏まえて M&A に関する経営者行動と企業評価について会計情報の観点から可能な限りの包括的な分析を行うことを試みている。

M&A が行われるときの一連の流れは、一般的に、以下のとおりである。まず、経営者行動として M&A が実行され、経営者の行動は会計情報に反映される。さらに、M&A の実行にともなって、経営者の行動が会計情報として市場に伝達され、それに対する市場の反応が起こる。M&A の実行後には、経営者により会計処理が行われる。このような一連の M&A のプロセスにおいて M&A に関わる問題として、本論文は以下の諸点を提起している。

第 1 は、M&A の過程で経営者はインセンティブを考慮するとどのように行動するのだろうか、という点である。具体的には、敵対的 TOB に直面したときに経営者はどのように会計情報の開示を行うのか、という問題である。敵対的 TOB の脅威は経営者行動に影響を与え、効率的市場仮説に基づくのであれば経営者の努力の結果が株価に反映されるはずである。株価の低い企業は TOB の脅威にさらされるため、経営者は解雇されないように努力するであろう。通説によるならば、効率的な市場仮説に基づいて、敵対的 TOB の脅威は経営者の規律付けになるとする。しかし、現実には、企業の経営状態は会計情報を通じて投資家に伝達され、このとき経営者と市場の間で情報の非対称が発生し、必ずしも効率的な市場仮説は成立するとは限らない。このような状況のとき、敵対的 TOB は果たして経営者の規律付けになるのだろうか。換言するならば、敵対的 TOB の脅威により経営者は情報の非対称を解消しようとするのか、それともしないのか。本論文は、M&A と企業による会計情報の開示との関係を分析する必要があることを提起している。

第 2 は、M&A と企業価値評価は取引の過程で密接な関係があると考えられているが、本当に関連があるのかどうか、という疑問である。M&A を行うか否かの意思決定を、経営者

はどのような判断材料から行うのか。ターゲットとなる被買収企業が上場会社であれば、株価が判断材料となることは疑いない。また、M&A が設備投資に代替するものと考えるならば、被買収企業の価値は公正価値で算定され、買収するか否かの判断をそれに基づいて経営者が行うと考えられる。すなわち、ターゲット企業が提供する会計情報による分析とデューディリジェンスに基づく M&A 手続きでは、その保有する識別可能な資産と負債の公正価値測定が、買収するか否かの判断材料となる。このプロセスの重要性は、透明性の高い会計情報を買収者が市場に提供する点だけではなく、企業価値を測定し対価を決め、識別可能な資産と負債へ配分してのれんの内容を分析する点にもある。その結果が取引実行後の資産と負債の取得原価となり、償却、減損の対象となって企業業績にインパクトを与えていくことになるからである。このように考えると、公正価値会計は M&A のどの局面においても厳密な適用が求められ、M&A に密接に関係していると言える。

第 3 は、M&A を実行した後ののれんの償却と減損に関して、経営者のインセンティブの観点から、どのような償却方法と減損のやり方が考えられるのであろうか、という点である。のれんは取得価額と識別可能純資産との差額を計上するという計算上の会計処理によるものであるが、国際会計基準は毎年減損テストによりのれんの計上額を調査することを求めている。このような会計処理を経営者のインセンティブの観点からみた場合、株主と経営者にとってどのような影響と効果が発生するのであろうか。さらに、M&A の実行によるのれんの計上はどのようになされるのであろうか。

M&A の取引実行後に買い手企業はのれんの計上を行わなければならない。持分プーリング法が廃止されパーチェス法へ、さらに取得法へと会計処理が変わったことで、のれんの計上額は公正価値に基づいて決定されることになる。つまり、M&A 実行後ものれんの会計処理という観点から企業評価価値は M&A と関係を持つことになる。このようにみると、企業価値評価は M&A のプロセスに密接に関係しているように見えるが、果たしてそうであろうか。

第 4 は、M&A の公表により株式市場はどのように反応するのであろうか、という問題である。M&A の発表により、投資家は様々な思惑を持つことになる。買い手企業にシナジーは発生するのか、合併会社に統合効果はあるのか、などについてである。いずれも、買い手企業がターゲット企業のシナジーをどの程度見込んでいるのかに関係する。投資家が信念として形成したシナジーは M&A の取引発表前後に株価に反映され、反映された株価に基づいて買い手企業、合併企業はのれんを算定する。つまり、取引発表後の株価効果はのれん算定の根拠となっていると考えられる。

以上の問題提起に対して、本論文は理論研究と実証分析によるアプローチから説明を試みている。

2．本論文の目的

本論文の目的は、以下のようにまとめられている。

第1の目的は、上述の問題提起に基づいて、インセンティブと経営者行動との関係を明らかにすることである。具体的には、株主と経営者の間でプリンシパルとエージェントの関係を設定し、経営者のインセンティブの観点から M&A に関わる経営者の行動を分析することである。M&A に関わる経営者の行動は会計情報に反映されると考えられ、そこでの会計情報に関して、情報の開示と $\frac{1}{2}$ のれんの計上が考察の対象となる。

まず、敵対的 TOB と企業の会計情報の開示との関係が明らかにされる。効率的な市場に基づくのであれば、企業業績は株価に反映されていると考えられるので、株価が下落することは経営者の能力が不足していることを意味する。逆に言えば、敵対的 TOB の脅威が経営者の規律付けに資することとなる。株価は会計情報を反映しているのであろうが、経営者と投資家との間で会計情報の開示に関して情報の非対称が発生している可能性がある。また、経営者のインセンティブにより、情報開示行動が影響されることもある。さらに、敵対的買収者が加わり三者となった場合には、経営者の情報開示行動は二者の場合とは異なる行動となることが予想される。本論文では、このような状況を整理したうえで、TOB の脅威が会計情報の開示のタイミングにどのように影響を及ぼすのかを分析する。

続いて、会計情報としての $\frac{1}{2}$ のれんの問題を取り上げる。国際会計基準が導入されれば、 $\frac{1}{2}$ のれんの会計処理は取得法で計上し、償却なしで減損テストの実施となる。現行の日本基準は、パーチェス法で計上し、規則償却と減損が原則であるから、大幅な変更を余儀なくされることとなる。本論文では、このような会計処理の本質を考察するとともに、経営者のインセンティブの観点からの $\frac{1}{2}$ のれんの会計処理について検討する。以上の分析が第1部の目的である。

本論文の第2の目的は、M&A の企業価値評価における会計評価モデルについて分析することである。まず、経営者が M&A を行うにあたり、何を参考にしているのかを明らかにする。M&A が設備投資の代替ということであれば、投資余力がある企業を買い手企業は買収すると考えることができる。一方で、買い手企業はターゲット企業の価値を公正価値でとらえ、公正価値が時価総額よりも高ければ買収の対象となり、逆に、公正価値が時価総額よりも低ければ損がでるので対象とならない、という考え方も成立する。前者の考え方は、ターゲット企業の経営効率を考えて投資判断をするとの考え方であり、トービンの q レシオをターゲット企業の経営効率の代理変数として判断する見方につながる。後者の考え方はミスバリュエーション仮説と言われ、ターゲット企業が割安であるのか、割高であるのかで買収を判断する見方である。本論文では、M&A がどちらの見方に立ってなされているのかを理論面および実証面から考察する。

ミスバリュエーション仮説が正しいのであれば、会計情報に基づく企業価値が株価と関連性があるだけではなく、有意に株価を決定していると予想される。そこで、会計情報に基づいた企業評価モデルが実際に株価を決定しているのか否かを検証するアプローチがとられる。

企業価値評価は、M&A を実行した後の $\frac{1}{2}$ のれんの計上でも利用される。すなわち、全部の

れんを計上する場合にシナジーまで考慮した公正価値を算定するが、部分のれんを計上する場合は全体公正価値を算定する必要がない。全部のれんは経済的単一体説を、部分のれんは親会社説をそれぞれ根拠として対比されるが、両者の会計処理の相違は何であるのかを本論文では明らかにする。

本論文の第3の目的は、M&Aを行った時点で、株式市場の投資家は買い手企業とターゲット企業をどのように評価しているかを検証することである。買収価額が公正価値であり、公正価値からのれんが構成されるとすると、コアのれんのなかに買い手企業はシナジーを見込んでいる。買い手企業は投資家にM&Aを良く評価してもらいたいと考えているはずであるから、M&Aの実行後に株価を上げるインセンティブを持つ。そうであれば、買い手企業を投資家はどのように評価しているかを調べることで、投資家が買い手企業とターゲット企業にシナジーを期待しているか否かを検証することができると思う。

なお、本論文が会計情報というときに、経営者が敵対的買収者に開示する財務情報一般を意味するときもあれば、企業価値評価モデルで株価との関連性を実証するときには、利益と自己資本を会計情報としている。本論文はM&Aに関する経営者行動と企業価値評価について会計情報の観点から分析を行ったものであるが、どのような財務情報を会計情報としているかについては、各章で明確に定義されている。逆に、会計情報の観点からの分析とは、各章で取り扱われた財務情報の観点からの分析という意味である。

3．本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

第1章 本論文の目的、意義、構成

- 1.1 本論文の目的
- 1.2 本論文の意義
- 1.3 本論文の構成

第2部 M&Aと経営者行動

第2章 敵対的TOBが経営者行動と情報開示に与える影響（ ）

- 2.1 はじめに
- 2.2 先行研究
- 2.3 モデル
 - 2.3.1 タイムライン
 - 2.3.2 企業価値
 - 2.3.3 TOBの価格
 - 2.3.4 均衡の条件
 - 2.3.5 分析
- 2.4 総括と今後の課題

第3章 敵対的TOBが経営者行動と情報開示に与える影響（ ）

- 3.1 はじめに
 - 3.2 先行研究
 - 3.3 モデル
 - 3.3.1 企業（経営者）
 - 3.3.2 敵対的買収者
 - 3.3.3 TOB の価格
 - 3.3.4 ファーストベスト
 - 3.3.5 セカンドベスト
 - 3.4 総括と今後の課題
- 第 4 章 のれんの償却と減損についての分析的考察
- 4.1 はじめに
 - 4.2 先行研究
 - 4.3 分析モデル
 - 4.3.1 分析モデルの設定
 - 4.3.2 完全情報の場合
 - 4.3.3 不完全情報の場合
 - 4.3.4 減損を導入した場合の最適償却率
 - 4.4 売却価値を導入した場合の分析モデル
 - 4.5 総括と今後の課題
- 第 部 M&A と企業評価
- 第 5 章 M&A は何によって促進されるのか
- 5.1 はじめに
 - 5.2 先行研究
 - 5.2.1 Q 仮説
 - 5.2.2 SV モデル
- 第 6 章 日本の M&A の支払手段と買収価格：Q 理論か、株価誘因か？
- 6.1 はじめに
 - 6.2 データとサンプル
 - 6.3 仮説
 - 6.4 実証結果
 - 6.4.1 サンプルの正確
 - 6.4.2 買い手企業とターゲット企業の B/P と V/P
 - 6.4.3 買い手企業とターゲットの株主リターン
 - 6.4.4 取引種別による性質と株主リターンの違い
 - 6.4.5 重回帰分析
 - 6.5 結論

第7章 残余利益モデルと異常利益成長モデルによる会計情報の株価関連性

- 7.1 はじめに
- 7.2 先行研究
- 7.3 残余利益モデルと AEG モデル
- 7.4 実証
- 7.5 総括と今後の課題

第8章 全部のれん方式と部分のれん方式に関する分析的考察

- 8.1 はじめに
- 8.2 先行研究
- 8.3 モデル
 - 8.3.1 モデルの設定
 - 8.3.2 ナッシュ交渉解
 - 8.3.3 ナッシュ交渉解が成立しない場合
 - 8.3.4 合併、株式交換の場合
- 8.4 総括と今後の課題

第9章 結論と今後の研究

- 9.1 本論文の要約
 - 9.1.1 第 部の要約
 - 9.1.2 第 部の要約
 - 9.1.3 補論の要約
- 9.2 本論文の発見事項と結論
 - 9.2.1 M&A と経営者行動
 - 9.2.2 M&A と企業評価
 - 9.2.3 補論
- 9.3 今後の研究課題
 - 9.3.1 M&A と経営者行動
 - 9.3.2 M&A と企業評価
 - 9.3.3 補論

補論 株式市場の評価

1. M & A の短期株価効果に関する検証 - 2000 年から 2007 年の M & A 取引の実証分析 -

- 1.1 はじめに
- 1.2 先行研究
- 1.3 リサーチデザイン
 - 1.3.1 仮説の設定
 - 1.3.2 サンプル
 - 1.3.3 実証の方法

- 1.4 実証結果
 - 1.4.1 仮説 1 の検証
 - 1.4.2 仮説 2 の検証
 - 1.4.3 仮説 3 の検証
- 1.5 総括と今後の課題
- 2 . M & A の取引発表での株式市場の反応に関する分析 出来高反応の実証分析
 - 2.1 はじめに
 - 2.2 先行研究
 - 2.2.1 株価効果に関する先行研究
 - 2.2.2 出来高に関する先行研究
 - 2.2.3 出来高反応の方向に関する先行研究
 - 2.3 リサーチデザイン
 - 2.4 実証結果
 - 2.4.1 出来高の実証
 - 2.4.2 異常出来高反応の方向の実証結果
 - 2.5 総括と今後の課題

本論文の概要と意義

1 . 本論文の概要

第 1 章「本論文の目的、意義、構成」については、前述された通りである。

第 2 章「敵対的 TOB が経営者行動と情報開示に与える影響（ ）」は、Stein(1988)のモデルを解釈、拡張して、敵対的 TOB が経営者の行動ならびに情報開示にどのような影響を与えるかを分析している。本章における会計情報は、経営者の開示する一般的な財務情報である。モデルの含意は、TOB のコストが低く TOB の可能性が高まると、将来の利益を犠牲にして情報開示を早める行動を企業はとること、そして、技術力の高い企業ほど TOB の脅威に対して情報開示を早めてしまうこと、である。買収防衛策や株式持合いが経営者のエントレンチメントにつながる実証研究の結果と異なり、敵対的 TOB の脅威は経営者に企業価値を最大化させることを妨げる誘因のあることがモデルにより導出されている。本章のモデルは Stein(1988)のモデルに沿っており、本章のオリジナルな分析は、混合均衡に関する含意を正確に導出し命題として整理した点である。また、技術力の高い企業ほど TOB の脅威に対して情報開示を早めてしまうという命題が導出されている。

第 3 章「敵対的 TOB が経営者行動と情報開示に与える影響（ ）」は Sharfstein(1988)のモデルを拡張して、第 2 章とは別の観点から敵対的 TOB と経営者の情報開示の関係を分析している。本章における会計情報も、経営者の開示する一般的な財務情報である。第 3 章のモデル

では、買収者と企業とが敵対的な関係であっても、買収者がターゲット企業の財務情報を知っているならば、経営者は企業価値を最大化することとなる。また、TOB の脅威が経営者に財務状態の真実報告を促し、事前警告型の買収防衛策など TOB のコストを増やす施策は経営者の規律付けに逆の効果をもたらすことが示される。本章は Sharfstein(1988)のモデルを会計情報の開示という観点から命題に整理し、証明したものであり、そこではオリジナルな命題の導出はなされていない。

第 4 章「のれんの償却と減損についての分析的考察」は、のれんの償却と減損に関してモデルにより理論的に考察したものである。はじめに、のれんの償却と減損に関する先行研究をレビューしているが、とりあげた先行研究はいずれも、のれんそのものの意義を制度会計の枠組みから分析したものである。本章では、固定資産の償却と減損とを経営者のインセンティブの観点から分析した Wielenberg and Scholze(2007)のモデルを利用して株主と経営者の報酬契約を設定し、経営者のインセンティブと株主にとっての最適投資の観点からのれんの償却と減損を分析している。モデルの含意は、relative benefit rule に従ってのれんを償却すれば、株主と経営者の期待効用が極大化され目的整合性(goal congruence)が保たれ、使用価値と簿価でのれんの減損判定を導入しても目的整合性は保持されるが、減損判定に売却価値を導入すると目的整合性は壊れてしまう、という点である。本章における新規性は、Wielenberg and Scholze(2007)のモデルを発展させ、売却価値を導入した結果まで導出しているところにある。Wielenberg and Scholze(2007)はワーキングペーパーであり、分析に誤りがあるところを、本章ではすべて正しく修正している。ワーキングペーパーでは、株主と経営者の契約を事前に取り決める設定があいまいであったが、本章ではこの点を正確に設定したうえで分析を行っている。

第 5 章「M&A は何によって促進されるのか」は、M&A を促進する要因として Q 仮説とミスバリュエーション仮説を理論的に整理している。トービンの q は企業の再取得原価で時価総額を割った投資指標であり、単純化したモデルから得られる結論では、株式市場が効率的であれば、「 $q = 1 + \text{限界調整費用}$ 」という等式が成立する。ここで、限界調整費用とは実物投資に付随する実物費用以外の無形要素を整備する限界費用をいい、限界調整費用がプラスであればトービンの q は 1 よりも大きくなる。このことが妥当する企業では、実物資産に対して効率的に投資が行われている。トービンの q が 1 よりも低い企業は限界調整費用が負となっている企業である。このような企業では、実物資産に対して効率的に投資が行われていず、限界調整利益が発生していることから投資の代わりに実物資産を売却すれば利益が出る企業ということとなる。本章では PBR (Price Book Ratio) をトービンの q の代理変数とみなしている。PBR 自体はトービンの q ではないものの、時価総額を自己資本で除した比率は、時価総額を資産の再取得原価で割った比率(トービンの q)の近似値と考えられるからである。そこで、PBR が低い企業はトービンの q が低い企業であり経営資源を有効活用する余地があり、逆に PBR が高い企業はトービンの q が高い企業であり経営資源を有効活用する余地が低い企業と言える。つまり、買い手企業からするとタ

ーゲット企業はトービンの q が低い企業、つまり PBR が低い企業が対象となる。

トービンの q が時価総額を再取得原価で割った値という解釈をすれば、トービンの q が 1 より低い企業（PBR が低い企業）は株式取得のための金額が再取得原価より低いわけであるから、買収した後、会社をばら売りすれば利益が出る可能性がある。このことから、ハゲタカファンドが買収する指標としてトービンの q を利用されていると言われている。しかし、バラ売りを目的としない企業が、なぜ買収指標として用いるのかの説明が困難となる。本章は限界調整費用という見方を導入して理論的な説明によりこの点を裏づけている。

これに対して全く異なる視点から M&A の動機を説明したモデルが、Shleifer and Vishny(2003)である。この理論はミスバリュエーション仮説と呼ばれている。彼らは、買い手企業の株価が株式市場で過大評価されているとき、買い手企業の経営者が、自社の株価を維持する施策の一環として、過大評価された株式を支払手段として相対的に割安な企業を買収することに合理性があることを示した。つまり、効率性の改善目的以外にも M&A を進める要因が株価の動向により存在することを理論的に示したのである。本章のモデルは Shleifer and Vishny(2003)のモデルに基づいており、オリジナルな命題の導出は行われていない。

第 6 章「日本の M&A の支払手段と買収価格：Q 理論か、株価誘因か？」では、第 5 章での理論的な裏付けのもとで、日本の M&A における買収対価の支払手段が自社株式か現金かの決定および買収プレミアムの決定が、Q 理論(Brainard and Tobin (1968), Lang, Stulz, and Walkling (1989))あるいは株式市場によるミスバリュエーション仮説(Shleifer and Vishny (2003))のいずれにより整合的なのかを検証している。M&A の活性化は資本市場のミスバリュエーションを補完している可能性がある。すなわち、コア事業を強化する経営者のほうが資本市場より多くの情報を有しているので、正確に企業価値を算定することにより市場のミスバリュエーションを補正する役割を果たしている可能性がある。本章では、日本の M&A は株価と企業価値が乖離していることにより経営者が M&A を実行しているのではなく、経営効率の高い企業が経営効率の低い企業を買収しているということが検証されている。すなわち、経営者は企業価値よりも経営効率を M&A を進めるにあたっての基準としていることを実証分析により示している。

第 7 章「残余利益モデルと異常利益成長モデルによる会計情報の株価関連性」は、会計情報に基づいて算定された公正価値が株価と関連性をもつのか、さらには、株価を決定しているのかどうか、を分析している。本章での会計情報とは、財務情報一般を指すのではなく、自己資本、残余利益と予想利益である。まず先行研究のレビューを行い、残余利益モデルと異常利益成長モデルが配当割引モデルから理論的に導出されることを示し、年次データにより会計情報が株価と関連性があるのか否かを実証している。さらに、均衡株価への収束条件を仮定して会計情報が株価を決定しているのかどうかをダイナミックパネルの手法により実証している。ここでの結論は、自己資本、残余利益、予想利益という会計情報は株価とは有意に関連性をもつものの、株価を有意に決定しているわけではないとい

うことである。尚、月次データにより同じモデルで実証分析を行っても、同様の結果を得ている。

会計情報と株価との価値関連性の研究は、米国に引き続いてわが国でも活発に行われている。残余利益モデルに線形情報動学を仮定したオルソンモデルにより会計情報と株価との価値関連性を実証することがデファクトスタンダードとなっている。ところが、自己資本、残余利益、利益情報が株価を決定しているか否かをアセットプライシングのモデルで検証した結果、本論文では有意に株価を決定をしているとは言えないことが導かれている。

第8章「全部のれん方式と部分のれん方式に関する分析的考察」は、株式の過半数を取得した親会社が結合会計処理を全部のれんで行う場合と部分のれんで行う場合を分析的に考察している。まず、全部のれんと部分のれんに関する先行研究を整理し、全部のれんを経済的単一体説に基づくもの、部分のれんを親会社説に基づくものとしてどちらの会計処理が妥当であるかを論じている。そして、数理モデルにより全部のれんと部分のれんの相違を考察し、ナッシュ交渉解を利用して全部のれんの場合と部分のれんの場合とで、実際ののれんとの差額を導出したところ、どちらの方式でも実際ののれんとの差は同じであることを明らかにした。そのことから、収益還元により全体公正価値を測定する全部のれんは、部分のれんに比べて計上するのれんに測定誤差が混入してしまうことが指摘された。本章のモデルは先行研究にもないオリジナルなモデルである。

第9章では、本論文の各章の内容を要約するとともに、各章での結論の関連性を述べ、本論文が導いた研究結果をまとめている。さらに、本章の最後では、本論文における分析上の問題点に言及するとともに、今後の研究課題についても触れている。

補論は、M&Aの取引実行日前後で投資家はどのような行動をとっているかを実証的に明らかにしようと試みたものである。

補論1「M&Aの短期株価効果に関する検証 2000年から2007年のM&A取引の実証分析」は、2000年から2007年までの間に完了した上場企業間のM&Aにおける買い手企業およびターゲット企業両方の株価効果を分析している。これにより、買い手企業とターゲット企業の投資家に富がどのように発生したのか、もしくは発生しなかったのか、を明らかにしている。さらに、TOB、株式交換、合併の各々の取引発表前後で投資家がどのように反応しているかを検証している。

補論2「M&Aの取引発表での株式市場の反応に関する分析 出来高反応の実証分析」は、補論1の株価効果の検証結果を前提として、株式市場における出来高反応と出来高反応の方向について検証している。Beaver(1968)ならびにBamber(1987)の研究と同様の手法を用いて出来高の実証分析を行い、その結果をもとに出来高の方向に関する仮説を設定し、Lee and Ready(1991)や音川(2009)などのマイクロストラクチャーの研究の手法を用いて実証分析を行っている。さらに、出来高に加えて、ティックデータまでさかのぼり、出来高反応の方向についても考察している。

2. 本論文の発見事項と結論

(1) M&A における経営者のインセンティブについて

第 2 部の各章の発見事項は以下のとおりである。第 2 章と第 3 章は、敵対的買収者、投資家、経営者の 3 者が存在するモデルで、経営者が投資家に開示する会計情報とそれを同時に知る敵対的買収者との関係から、敵対的買収者が存在する場合に企業の会計情報の開示がどのようになるかを分析している。会計情報の開示を分離均衡、一括均衡、混合均衡の枠組みに組み入れた分析が第 2 章であり、株主と経営者との間に契約関係を導入して分析したのが第 3 章である。従来の会計情報の開示モデルは、投資家と経営者との関係から完全開示、自発的開示、強制的開示などを取り扱ってきたが、本論文では、投資家と経営者の他に敵対的買収者を入れることにより、経営者の開示行動を分析できることを示し、インセンティブの導入の仕方如何により結論が異なってくるという結果が導かれている。

第 4 章では、株主と経営者との間でプリンシパルとエージェントの関係を設定した場合に、のれんの計上をどのように考えるかという観点から分析的に考察している。結論は、relative benefit rule に基づく償却が株主にも経営者にも目標整合的であるというものであった。さらに、売却価値を導入してしまうと目的整合性が崩れてしまうという結論が導かれた。ここでの結論は、のれんの償却をせずに減損テストと売却価値を導入する国際会計基準の流れとは異なるものとなった。

これら 3 つの章に共通して言えることは、インセンティブを考慮して、株主と経営者との間にプリンシパルとエージェントの関係を導入すると新たな知見が得られるという点である。敵対的 TOB の分析では、経営者に情報を開示するインセンティブを付与した場合には、単に情報が非対称であるときの結論とは逆の結論が導出されている。また、のれんの減損と償却の分析では、経営者と株主との間で報酬契約を取り決めて、のれんの償却を事前に取り決めるならば、先行研究とは全く異なる視点からの結論が導かれている。

第 2 部の結論は、M&A のプロセスにおいて、インセンティブを考慮して経営者の行動を分析すると従来の研究の結果とは異なる結論が導出されるということである。インセンティブを考慮して会計情報の観点から M&A における経営者の行動を分析した先行研究は数少なく、本論文は今後の M&A の研究の視座を提供したことになる。

(2) M&A と企業評価について

第 2 部の各章の発見事項は以下のとおりである。第 5 章と第 6 章の分析では、日本の M&A は、米国における先行研究の結果とは異なり、ミスバリュエーション仮説ではなく、Q 仮説に基づいていることを実証した。すなわち、日本の経営者は、自社の株価水準をみて M&A を行っているのではなく、経営効率性をみて買収、合併を行っていることを検証した。

会計情報は株価とどのように関係しているのだろうかという点については、第 7 章で実証を行っている。分析結果からは、会計評価モデルにより利益および自己資本の会計情報と株価との関連性は認められたが、会計情報が株価を決定しているという頑健な結論は得られなかった。価値関連性研究において、株価と利益および自己資本を回帰させるモデル

がスタンダードであるものの、動学的な観点からみると利益モデルでは株価を決定していることを示す有意な結果は得られなかった。

第 8 章の発見事項は、全部のれん方式も部分のれん方式も実際ののれんとの差は同じであるというものであり、部分のれんの方が、測定誤差が小さい点で全部のれんよりも優れているという結論が導かれた。国際会計基準適用の流れからすると、部分のれんは逆行するものであるが、逆の結論となる含意が理論的に導出された。

これら 4 つの章に共通する点は、企業価値（公正価値）は M&A においては限定的にしか関係しないということである。M&A のプロセスで、企業評価にあたって企業価値の算定は必要不可欠な作業であるものの、M&A を経営者が行うにあたって判断材料としているのは企業価値よりも自己資本であること、全部のれんの算定にあたって企業価値の算定が必要であるものの、実は部分のれんで計上しても実際ののれんとの差は、全部のれんと変わりはなく、逆に全部のれんの計上であれば測定誤差が含まれてしまうこと、が導かれた結論であった。

さらに、本論文では、利益情報が必ずしも株価を決定しているとはいえないということも検証されている。ただし、第 2 部での分析では上場会社すべてをサンプルとしており、M&A の対象企業をサンプルとしているわけではない。会計評価モデルについて、企業価値と M&A との関係を考察するにあたってはこの点を踏まえなければならない。一般的には、どの企業を買収するかについて事前には経営者も知らない。とすると、上場会社すべてのサンプルに会計評価モデルを適用して得られた本論文の結論は、企業の M&A と全く無関係であることもない。いずれにしても、企業価値評価の M&A での影響は一般に言われているほど大きなものではない、ということが第 2 部における分析の結論である。

（ 3 ） M&A における投資家行動について

補論の 1 と 2 では 2000 年から 2007 年までのデータで TOB、交換、合併についての株価効果と出来高効果を検証している。類似の先行研究は 2002 年までのデータに基づくものであったが、本論文の結果は先行研究を確認するものとなった。出来高反応の分析の意図は、株価効果の実証の結果を再検証する点にあり、株価反応の検証をマイクロストラクチャーの観点から検証したのは本論文が嚆矢である。株価反応の検証により、投資家が M&A での買い手企業とターゲット企業をどのように評価しているかが明確になった。ここでの結論は、TOB と株式交換では、投資家は短期的には買い手企業の株価の上昇を期待していないということであり、一方、合併では吸収会社の株価の上昇を期待しているという結果であった。TOB と株式交換において投資家が買い手企業に株価の上昇を期待していないということは、買い手企業にはシナジーが発生することは期待されていないということになる。

補論の株価効果の検証では、投資家が買い手企業にシナジーを期待したいというのであれば、わざわざ全部のれんを計上したり、減損テストを導入したりするまでもないことが示されている。補論の結論は第 4 章と第 8 章ののれんの分析による結論の裏付となっている。また、出来高効果の実証からも株価効果の結論は概ね支持されることが示された。

3．今後の研究課題

本論文がもたらした新たな知見は上述されたとおりであるが、未解決の問題と将来の課題について、本論文では以下のようにまとめられている。

(1) M&Aにおける経営者のインセンティブについて

伝統的なプリンシパルとエージェントの関係を株主と経営者に設定して分析することは、手法の観点から言えば単純化されることとなる。しかし、敵対的 TOB が経営者の規律付けになるか否かという論点は、モデルの設定により結論が左右されてしまうため、モデルの設定が現実をより反映しているか否かが重要となる。実際のところ、株主と経営者の関係に stewardship の関係があることはまれであり、法制度上の枠組みを踏まえたとうえで、より現実に近いモデルを設定することが政策的な含意まで展開するうえで必要となる。

理論研究の課題として、敵対的 TOB が経営者の情報開示行動にどのように影響を与えるのかについて、Sharfstein のモデルをさらに発展させることが望まれる方向である。すなわち、投資家と経営者の二人しか存在しないという設定のもとでの情報開示モデルは経営者に真実報告を仮定しており、理論モデルの設定において経営者が偽りの情報開示をする点を考慮する必要がある。また、実証研究の課題として経営者のインセンティブを考慮したリサーチデザインの設定に改めない限り、敵対的 TOB の脅威が開示行動にどのように影響を与えているのかを検証することはできない。敵対的 TOB の脅威と開示行動の関係だけでは、経営者が解雇されるのを避けるために行っているのか、そのような行動により敵対的 TOB の脅威が減っているのかを検証することはできない。理論および実証のいずれの分析方法においても、経営者のどのようなインセンティブが情報開示行動にどのように影響を与えるのかを設定する必要がある。

のれんの償却と減損について本論文では2期間のモデルを用いているが、これを多期間に拡張してもなお結論が妥当するかどうかを検討する必要がある。また、理論モデルにおいてホールドアップ問題を考慮して、経営者の努力、投資水準、企業価値とのれんの償却と減損の関係を解析しなければならない。さらに、理論モデルの結果が現実はどうであるのかを実証する必要もある。また、本論文では買収にあたって資金調達の問題を捨象して分析しているが、資金調達を考慮に入れる場合には、のれんの性質について負債契約とのれんとの関係を分析する必要がある。第4章では完備契約のもとでのれんの償却と減損について分析しているが、買収にあたって外部負債を利用した場合には債権者との関係を考慮して不完備契約のもとでのれんの償却と減損に関する経営者行動を分析する必要がある。

(2) M&Aと企業評価について

Dong et.al. (2006)はそもそもミスバリュエーション仮説への思い入れが深く、効率的市場を前提にしたアプローチに対して、彼らの仮説は非効率的な市場を前提とした先駆的仮説としている。しかし、その結論は、1980年代の米国のサンプルはQ仮説が支持されるものの、1990年代のそれはミスバリュエーション仮説がより適合することから、総合すると

ほとんどのサンプルが両方の仮説を支持する結果となり、2つの仮説の差異を明らかにすることには成功していない。本論文では、基本的には Dong et.al. (2006)の手法に従っているが、企業価値 V の算出を独自のものとして、さらにコントロール変数を加えて検証を行い、B/P がプレミアムや株価効果に影響を与えている結果を導出している。しかしながら、Q仮説とミスバリュエーション仮説の差異を明確に検出したわけではないため、リサーチデザインをさらに改良する必要がある。さらに、企業価値の過大あるいは過小という視点で検証を行うだけではなく、行動ファイナンスの理論に基づいて仮説を設定し検証する必要がある。

会計情報が株価を決定しているか否かの問題については、残余利益モデルと AEG モデルをアセットプライシングのモデルとして実証している。今後の課題としては、均衡株価への収束条件を他に考慮してみる必要がある。また、投資家は開示された予想利益を元に将来の利益を予想しているとすれば、ベイズ的な理論モデルとその実証が求められる。

全部のれんか部分のれんかの問題についてはナッシュ交渉解を利用しており、完全情報のもとで解を導出している。不完全情報の場合を前提として協力ゲームのほかの均衡を考慮し、ナッシュ解以外の求解を検討してみる必要がある。部分のれんの方が手続き上は簡素であるものの、全部のれんを選択する経営者のインセンティブも考察する必要がある。全部のれんと部分のれんの分析結果も含めて、のれんに関するモデルの考察結果を実証で検証することも必要課題である。

(3) M&A における投資家行動について

マイクロストラクチャーの手法により検証されたものは、TOB でのターゲット企業に対する投資家の動向のみだけであった。株式交換の場合、買い手企業の超過リターンが上昇しないものの出来高がある点については、取引を小口と大口に分けるなどしてさらに分析を深める必要がある。また、合併についても、買い手企業およびターゲット企業ともに、取引発表日以降に超過リターンが上昇し出来高が増加していることから、売りと買いの行動パターンについても分析する必要がある。TOB および株式交換の場合に、株価効果、出来高、出来高反応ともに、本論文では、買い手企業にシナジーが発生していると投資家が評価している結果は見出されなかったが、買い手企業のシナジーを投資家はなぜ評価しないのかが疑問として残り、その理由を究明することは将来の課題である。

審査結果の要旨

花村信也提出学位申請論文について、論文が提出されてからの経緯は以下の通りである。まず、2010年10月30日に提出者による公開報告会が開催され、出席者との間で活発な質疑が行われた。その後にかかれた予備審査会において、考察から漏れていた先行研究への論評を加え、先行研究に依拠したところについて独自の創作箇所がより明確になるように

書き改めることを条件として、本審査に移ることが承認された。同年 12 月 22 日に開催された最終審査会において、予備審査会で求めた箇所について改善されていることを確認した後、審査委員がさらに正したい箇所について提出者との間で質疑が進められた。

本論文は M&A に関する経営者行動と企業評価について会計情報の観点から分析を行い、M&A の過程において経営者はどのようなインセンティブにより行動するのか、企業評価は M&A のプロセスでどれほど影響があるのか、そして M&A に関わる会計基準が経営行動にどのような影響を及ぼすのか、というテーマについて研究を行った、わが国における最初の包括的な論文である。その長所を記すならば、以下のようにまとめることができる。

1．会計が企業財務と関わる領域において数理モデルを構築して説明理論を発展させる研究は数少ないにもかかわらず、それにあえて挑戦し、通説とみなされてきた考えに対して新たな問題提起を行って理論の展開を図り、仮説検定による実証分析を行うなど、理論研究と実証研究の両面からバランスのとれた取り組みがなされている。

2．わが国において 2005 年から本格導入された買収防衛策の是非、国際会計基準の導入に向け実務界で関心を集めている M&A に伴うのれんの償却問題、M&A 行動に株式市場におけるミスプライシングが与える影響など、企業経営者および投資家にとって極めて関心の高い重要なテーマと真摯に取り組み、先行研究を踏まえながらそれを発展させる分析を行っていくつもの価値ある発見をもたらしている。

3．それら発見事項の中でも、敵対的買収の脅威の存在が技術力の高い企業（利益成長力の高い企業）に早期の情報開示による企業価値の喪失を強いる効果がある点を理論モデルで示したこと、米国と異なり日本では株式市場のミスプライシングが M&A の動機となっている証拠は確認できないこと、会計情報（自己資本、残余利益、予想利益）が株価変動に有意な関連性を示すものの株価水準そのものの推定力には弱さがみられることなど、新規性のある結果を提示したことは、大いに評価できる。

4．のれんの計上について全部のれん方式と部分のれん方式の相違を理論的に分析し、合理的な前提条件のもとにおいて両方式によるのれんに関する実際ののれんとの差は同じになることを示した。全部のれん方式の場合には測定誤差が混入してしまうため、のれんの計上の正確性という観点からは部分のれん方式も否定できないとの結論を導き、制度会計の領域で行われている議論に対して新たな視点から問題の再考を促している。

本論文の最終章において本論文の限界と将来の課題についての確かな論述が加えられているが、それを考慮してもなお以下の短所を指摘することができる。

1．本論文における理論研究は、エイジェンシー理論を中心とする経済学を理論ベースとする先行研究に依拠した数理モデルの解析を行ったものであり、それらの先行研究が抱えていた難点を克服してはいない。本論文の数理モデルも現実の状況から乖離した仮定に基づいて構築されているところがあり、解析的に解くことのために操作的にそれらの仮定が置かれているきらいがある。会計と企業財務における実態を説明する理論を探索し、政策

的な含意を導くためには、解くことを最優先して現実とかけ離れた仮定を設けるのではなく、可能な限り実際に妥当な仮定に基づくモデルの構築を進めるべきである。

2．第2章と第3章は、買収防衛策が前提条件により企業価値に対して相反する効果を持つことを示している。これらの理論モデルを総合して考えると、敵対的買収が持つ経営者の経営行動へのインセンティブの阻害効果と経営者の規律付け効果という2つの効果のトレードオフ関係が問題となるが、その関係が明示的には取り扱われていない。また、第6章では日本におけるM&Aの動機として株式市場のミスプライシングの影響は確認できないことを実証分析から示しているが、この結果が2章および3章における買収防衛策導入の議論にどのような関わりを持つのかについても、疑問の生まれるところである。

3．本論文が行った実証研究において検証された仮説は本論文で探求された理論研究から直接導き出されたものではなく、実証研究と理論研究とが直結的な関連性を有しているわけではない。また、M&Aと企業価値評価の関連性については、個別企業のミクロレベルにおけるものを株式市場などマクロレベルにおけるものと関連付けながら探求することも必要であろうが、本論文におけるそれはマクロレベルのものに限定されている。

本論文には、上記のような短所も一部見受けられるが、そのほとんどは今後の研究課題とすべきものであり、本論文の長所と比較すると、いささかも本論文の優秀さを損なうものではない。会計情報論の立場から、わが国におけるM&Aに関する理論研究を前進させ、実際の財務データを用いて仮説の検証を行った本論文は、当該領域の研究推進に大いに資する秀作であるばかりではなく、M&Aに関わる企業人の適合的行動を嚮導する役割を果たすことが期待されるものである。

論文提出者花村信也は、1983年3月に東北大学を卒業後ただちに日本興業銀行に入行し、2001年9月から企業派遣により米国デューク大学経営大学院へ留学してMBA学位を取得した。その後、銀行の統合により誕生したみずほ証券に移り、会計と企業財務に関わる実務に従事しながら、早稲田大学大学院ファイナンス研究科にてファイナンス修士の学位を取得した。研究への溢れる思いはさらに深まり、ファイナンス研究科を修了後ただちに早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程に進学し、さらに研鑽を積み今日に至った。

論文提出者花村信也は、博士後期課程に在学中に、学内の商学研究科紀要およびThe Waseda Business & Economic Studiesに計3編の論文を掲載し、日本経営分析学会、日本管理会計学会、証券経済学会などいくつかの学会でも研究成果を発表するとともに、それらの学会機関誌に論文を掲載してきた。さらには、不動産金融ジャーナルの最優秀論文、ライトストーン社光石賞優秀賞、神戸大学経営研究所兼松フェローシップ優秀賞にも輝く業績をあげるなど、他大学の研究者からも高い評価が与えられてきたことも特筆に値する。

以上の審査結果に基づいて、論文提出者花村信也は、「博士（商学）早稲田大学」の学位

を受ける十分な資格があると認めるものである。

2011 年 2 月 16 日

審査員

(主査) 早稲田大学教授

辻 正雄

早稲田大学教授 商学博士 (早稲田大学)

河 榮徳

早稲田大学教授

奥村 雅史

慶應義塾大学准教授 博士 (経営学) 筑波大学

井上光太郎